万联证券 WANLIAN SECURITIES

万联晨会

2026 年 11 月 25 日 星期三

概览

核心观点

【市场回顾】

本周二，A 股震荡回落，上证指数收涨 0.27%报 3548.37 点，深证成指跌 0.29%，创业板指跌 0.05%。A 股全市场成交额 1.67 万亿元人民币，近 3500 股下跌。申万行业方面，国防军工、电子行业涨幅居前，有色金属、石油石化行业跌幅居前；概念板块方面，智能音箱、兵装重组概念涨幅居前，金属铅、金属锌概念跌幅居前。港股方面，恒生指数跌 0.73%，恒生科技指数跌 1.17%。海外方面，美国三大股指收盘涨跌不一，道指涨 0.85%，标普 500 指数跌 0.50%，纳指跌 1.48%。欧洲三大股指收盘全线下跌。

（来源：同花顺、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【商务部公告 2024 年第 46 号第二款暂停实施】商务部发布公告称，自 2026 年 11 月 28 日起至 2027 年 1 月 27 日，商务部公告 2024 年第 46 号第二款暂停实施。相关条款规定，原则上不予许可镓、锗、锑、超硬材料相关两用物项对美国出口；对石墨两用物项对美国出口，实施更严格的最终用户和最终用途审查。

（来源：Wind 万得、万联证券研究所整理）

【央行开展 8000 亿元 MLF 操作】央行公告，为保持银行体系流动性充裕，2026 年 11 月 25 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 8000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

（来源：财联社、万联证券研究所整理）

【央行开展 5000 亿元 7 天期逆回购操作】央行公告，为保持银行体系流动性充裕，2026 年 11 月 25 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 5000 亿元 7 天期逆回购操作。

（来源：财联社、万联证券研究所整理）

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,548.37	0.27%
深证成指	10,423.60	-0.29%
沪深 300	3,963.82	0.14%
科创 50	1,250.09	1.81%
创业板指	2,278.99	-0.05%
上证 50	2,774.49	0.45%
上证 180	8,971.00	0.23%
上证基金	6,269.73	0.06%
国债指数	232.50	0.03%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	50,018.70	0.85%
S&P500	7,201.09	-0.50%
纳斯达克	23,733.54	-1.48%
日经 225	58,644.63	3.91%
恒生指数	22,219.65	-0.73%
美元指数	103.83	-0.48%

主持人： 梁源源
Email： liangyy@wlzq.com.cn

研报精选

美、德经济强劲，法国衰退风险上升

猪价低位回升，养殖亏损环比收窄

上周油运运价反弹，中通快递 Q3 业绩稳增

核心观点

【市场回顾】

本周二，A 股震荡回落，上证指数收涨 0.27%报 3548.37 点，深证成指跌 0.29%，创业板指跌 0.05%。A 股全市场成交额 1.67 万亿元人民币，近 3500 股下跌。申万行业方面，国防军工、电子行业涨幅居前，有色金属、石油石化行业跌幅居前；概念板块方面，智能音箱、兵装重组概念涨幅居前，金属铅、金属锌概念跌幅居前。港股方面，恒生指数跌 0.73%，恒生科技指数跌 1.17%。海外方面，美国三大股指收盘涨跌不一，道指涨 0.85%，标普 500 指数跌 0.50%，纳指跌 1.48%。欧洲三大股指收盘全线下跌。

（来源：同花顺、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【商务部公告 2024 年第 46 号第二款暂停实施】商务部发布公告称，自 2026 年 11 月 28 日起至 2027 年 1 月 27 日，商务部公告 2024 年第 46 号第二款暂停实施。相关条款规定，原则上不予许可镓、锗、锑、超硬材料相关两用物项对美国出口；对石墨两用物项对美国出口，实施更严格的最终用户和最终用途审查。

(来源：Wind 万得、万联证券研究所整理）

【央行开展 8000 亿元 MLF 操作】央行公告，为保持银行体系流动性充裕，2026 年 11 月 25 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 8000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

(来源：财联社、万联证券研究所整理）

【央行开展 5000 亿元 7 天期逆回购操作】央行公告，为保持银行体系流动性充裕，2026 年 11 月 25 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 5000 亿元 7 天期逆回购操作。

(来源：财联社、万联证券研究所整理）

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

研报精选

美、德经济强劲，法国衰退风险上升
——11 月海外 PMI 跟踪

美国：供给端受限，产出增速边际放缓。11 月，制造业 PMI 由 54.9 回落至 54.5；服务业 54.7，前值 56.1；综合 PMI54.6，前值 55.9。制造业、服务业产出分项均边际回落，但仍显著高于中性水平。除了需求弱化外，本月产出增速回落呈现供给受限特征：企业积压订单进一步增多，并扩大雇佣以应对未完成需求；金属、电子元件等原料短缺也制约产出扩张。价格方面，制造业、服务业的输入价格和产出价格增速均边际下行，油价回落减轻价格压力，但多种原料涨价、工资压力仍推动输入价格上升。

欧元区：德国经济强劲，法国环比继续走弱。11 月，德国制造业 PMI55，前值 54.2；服务业 54，前值 52.5。法国制造业从 49.5 进一步降至 47.9；服务业从 46.2 回升至 46.6。德国制造业、服务业产出分项均走高，其中制造业更强，创近 63 个月新高。受到出口需求支撑，制造业订单积压增多，雇佣自 2023 年以来首次增加，企业信心显著好转；主要面向国内需求的服务业则表现稍弱。输入价格压力边际减缓，产出通胀加速。法国制造业、服务业产出均维持在收缩区间，企业预期愈发悲观，原因包括明年总统选举的不确定性、需求较弱等。欧元区整体制造业 PMI 上行，服务业下行，均维持在扩张区间。

英国：制造业、服务业边际走弱。制造业 PMI52.7，前值 52.8；服务业 52，前值 52.8。制造业、服务业产出分项均在扩张区间内边际下行，其中制造业较强，受到

AI 投资、国防开支等需求提振。就业回归减少，显示企业招聘仍然谨慎。输入价格、产出价格增速均处于高位，但本月边际回落。

日本：制造业更强，通胀压制企业信心。11 月制造业 PMI53.7，前值 53.3；服务业 50.5，前值 51.7，降至荣枯线附近。制造业产出环比回升且绝对值较高，服务业产出环比回落；新订单、就业也显示出制造业强、服务业弱的特征。企业信心更加悲观，主要原因包括通胀压力、劳动力短缺等。输入价格、产出价格增速继续处于历史较高水平，但本月通胀率有所回落，其中产出价格为今年 3 月以来新低。

总结：11 月标普 PMI 显示海外主要经济体经济基本面状况良好，大部分经济体制造业、服务业 PMI 处于扩张区间，为我国出口持续扩张提供良好外部环境。其中美国、德国景气度较高，并出现积压订单增多、雇佣扩张的供给受限特征。法国则进一步走弱，四季度陷入技术性衰退风险上升。因国际油价回落，主要经济体输入通胀压力减缓，向下游传导的通畅程度则因经济景气度存在差别。

风险因素：PMI 终值大幅修订，海外经济增长不及预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001
分析师 刘俊言 执业证书编号 S0270526100001

猪价低位回升，养殖亏损环比收窄
——农林牧渔行业 W47 周报

行业核心观点：

上周农牧板块下跌 4.54%，跑输沪深 300 指数 3.01pct，生猪养殖和饲料跌幅较小；年初至今板块累计下跌 17.49%，跑输沪深 300 指数 2.90pct；截至 11 月 20 日，农牧板块 PE-TTM/PB-MRQ 分别为-49.34 倍/2.25 倍，估值处于历史较低位置。

投资要点：

生猪出栏均价明显回升，养殖亏损环比收窄。截至 2026 年 11 月 20 日，生猪出栏均价为 9.35 元/公斤，较上周同期+7.47%；猪肉平均批发价为 14.73 元/公斤，较上周同期-0.20%。利润端，自繁自养生猪头均亏损 384.61 元，较上周+62.06 元；外购仔猪头均亏损 274.27 元，较上周+20.44 元；猪粮比为 3.91，仍低于 5:1 的一级预警线，行业亏损延续。供给端，截至 2026 年 11 月 13 日，白条猪肉宰后均重 89.73 公斤，较上周同期+0.15%，绝对水平仍处年内高位；仔猪市场价 16.92 元/公斤，较上周同期-2.76%；淘母折扣率为 68.95%，较上周同期+0.10pct。

肉鸡价格环比上行，屠宰利润转负。截至 2026 年 11 月 20 日，白羽肉鸡主产区平均价为 6.63 元/公斤，较上周同期+2.47%；鸡肉产品主产区平均价为 8.25 元/公斤，较上周同期+0.86%。白羽肉鸡养殖利润为-0.50 元/羽，较上周同期+0.27 元/羽，养殖亏损有所收窄；屠宰利润为-0.03 元/羽，较上周同期-0.23 元/羽。肉鸡苗主产区平均价为 2.18 元/羽，较上周同期+0.05 元/羽，仍处于年内低位。

原粮现货窄幅波动，CBOT 小麦跌幅居前。截至 2026 年 11 月 20 日，玉米/大豆/小麦/粳稻现货价分别较上周同期+0.07%/+0.31%/-0.01%/+0.41%，总体窄幅波动；CBOT 玉米/大豆/小麦/糙米期货结算价分别较上周同期-2.47%/-1.79%/-3.20%/+1.39%，CBOT 小麦跌幅明显。软商品方面，白糖/棉花分别较上周同期-0.32%/-0.80%；郑糖/郑棉期货收盘价分别较上周同期+1.02%/-0.61%。

投资建议：随着未来生猪产能去化持续以及本轮超强厄尔尼诺事件的影响，农牧板块内部基本面分化加剧，结构性投资机会将逐步显现，建议关注：1）成本与现金流优势显著、能在深亏期保持出栏稳定的生猪养殖龙头，以及产能弹性大、有望受益于猪价反转的弹性标的；2）率先构建多品牌矩阵，有望受益于品牌端集中度提升与国货认知升级两大趋势的宠物食品龙头；3）厄尔尼诺下，受益于农产品价格上行的相关产业链公司，极端天气下抗逆品种需求可能增加的种业公司，以及出口链与需求刚性的农资公司。

风险因素：猪价回升不及预期风险；产能去化不及预期风险；农产品价格波动风险；动物疫病防控风险；养殖成本上升风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

上周油运运价反弹，中通快递 Q3 业绩稳增
——交通运输行业跟踪报告

行业核心观点：

上周交运行业指数微涨，跑赢大盘 1.9pct。上周波罗的海干散货指数(BDI)微跌，原油运输指数(BDTI)反弹，航运指数上涨 1.8%；上周民航客运航班量、旅客量、客座率同环比均有所下降，上周油价震荡下行，Q3 航空板块盈利筑底信号显现，上周航空运输指数微跌，持续关注底部布局机会；双十一大促影响消退，上周快递揽收量环比下降，中通快递公布三季报，公司 Q3 量价齐升，剔除退税影响后调整后净利润同比增长 20.7%，保持较高增速，建议持续关注；红利类资产，当前市场仍处于震荡调整期，高速公路、铁路运输、港口各板块内相关高股息资产配置价值凸显，建议逢低配置。

投资要点：

市场回顾：2026/11/16-2026/11/20，申万一级行业交通运输指数微涨 0.36%，沪深 300 指数下跌 1.54%，交运行业指数跑赢大盘 1.90pct，交通运输行业二级子行业中航运港口、铁路公路指数分别上涨 1.91%、1.27%，航空机场、物流指数有所下跌；交运三级子行业中铁路运输、港口、航运、高速公路、快递指数上涨，其他指数均下跌。

航空：根据航班管家数据，第 47 周（11.16-11.22）全国民航执行客运航班量超 9.6 万架次，日均航班量约 13803 架次，环比上周下降 2.5%，同比 2025 年下降 6.6%。航班执飞率为 80.4%，较上周下降 2.2 个百分点；其中境内航班量 80858 架次，同比 2025 年下降 7.8%。第 47 周测算民航旅客量 1318.7 万人次，同比 2025 年下降 6.7%，民航平均客座率约 84.7%，比 2025 年同期下降约 0.3 个百分点。

快递：11 月 16 日—11 月 22 日，邮政快递揽收量约 42.30 亿件，环比下降 9.21%；投递量约 43.46 亿件，环比下降 5.25%。

红利类资产：11 月 16 日—11 月 22 日，国家铁路运输货物 8461.8 万吨，环比增长 0.75%；全国高速公路货车通行 5377.6 万辆，环比下降 0.33%；监测港口完成货物吞吐量 26519.7 万吨，环比增长 3.05%，完成集装箱吞吐量 693.8 万标箱，环比增长 1.66%。

航运：截至 11 月 20 日，波罗的海干散货指数(BDI)收于 2898.00 点，较 11 月 13 日下跌 2.8%，BPI 较 11 月 13 日上涨 1.0%，原油运输指数(BDTI)收于 5081.00 点，较 11 月 13 日上涨 13.3%，成品油运输指数(BCTI)较 11 月 13 日下跌 0.4%，上海出口集装箱运价指数收于 3503.78 点，较上周下跌 1.92%。

风险因素：宏观经济增长不及预期、汇率大幅波动、地缘政治冲突升级、油价大幅波动、竞争恶化、其他不可抗因素等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。
本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。
本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。
如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场